

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学 号: 200314029

UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

财务困境、财务困境间接成本
与公司治理关系研究

Research on the Relations of Financial Distress, Financial
Distress Indirect Cost and Corporate Governance

王晨晖

指导教师姓名: 沈维涛 教授

专 业 名 称: 企 业 管 理

论文提交日期: 2006 年 4 月

论文答辩时间: 2006 年 月

学位授予日期: 2006 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2006 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹提交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。
本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。

2、不保密（ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名： 日期： 年 月 日

导师签名： 日期： 年 月 日

摘 要

上市公司的债权人、股东及其他利益相关者最关注的莫过于公司的财务健康状况，一旦公司陷入财务困境，他们的切身利益就要受到严重的影响。近几年来，如何识别公司的财务状况、预测上市公司是否会进入财务困境越来越成为众多学者研究的热点。引起上市公司陷入财务困境的原因多种多样，归根结底都是由于经营管理不善造成的，而公司治理结构是否完善决定着公司管理水平的高低。因此，公司治理结构可能与财务困境发生有某种必然的联系。另外，公司陷入财务困境后，治理结构完善的公司产生的财务困境间接成本可能会明显小于治理结构不完善的公司。

本文尝试从另一角度寻找财务困境间接成本与公司治理结构的内在关系，借鉴前人的研究方法对财务困境间接成本进行量化，通过与治理变量的回归分析试图发现两者的相关性，最后建立基于公司治理变量的预测财务困境简单判别模型，验证公司治理指标预测财务困境的准确性。在实证研究的基础上，本文发现公司财务困境间接成本大概为公司总价值的 19.91%——22.8%，一部分治理结构变量对间接成本有显著影响。用公司治理变量建立的 FISHER 财务困境判别模型具有相当的预测准确率，但低于基于财务指标模型的准确率。研究结论告诉上市公司的广大利益相关者，除了关注常规财务指标，公司治理结构也是预测财务困境时需要考虑的重要因素。

关键词：财务困境；间接成本；公司治理

Abstract

Financial distress of publicly listed companies in China is a subject of wide concern to investor, creditors and securities supervisory organs etc. Recently more and more researchers focus on financial distress prediction. There are all kinds of reasons that lead to financial distress. While the deep reason for financial failure is weak management and the weak corporate governance tends to result in weaknesses in management. So it is clear that corporate financial distress is related to these corporate governance characteristics. And once firms fall into financial distress, firms with a better governance structure have less financial distress indirect cost than others.

This paper uses t-test and multiple linear regression analysis to investigate the relationship between financial distress indirect cost and corporate governance. Furthermore, this paper selects governance characteristics variables to build Fisher discriminate model to predict financial distress. On the basis of empirical evidence, corporate financial distress indirect cost take firm total value from 19.91 percent to 22.8 percent. A part of governance characteristics variables has a significant impact on financial distress indirect cost. The discriminating model established can make an accurate prediction, but not good as the model based on financial statements.

Research result indicates that besides financial ratios governance characteristics will be considered in predicting financial distress and it is very important to have a perfect governance structure for Chinese publicly listed firms.

Key Words: Financial Distress; Indirect Cost ; Corporate Governance

目 录

引 文.....	1
第一章 相关理论与文献综述.....	3
第一节 财务困境与财务困境成本	3
一、财务困境	3
二、财务困境成本	4
第二节 财务困境与公司治理结构	6
第三节 财务困境相关实证研究文献	8
第二章 实证研究设计.....	11
第一节 研究样本的选择和数据的筛选	11
一、数据来源	11
二、本文选择财务困境上市公司样本的标准	11
三、配对样本的选择标准	13
四、非预期业绩损失的计量	13
五、时间窗口	14
六、治理变量的选取	14
第二节 研究方法	14
一、间接成本的计算	14
二、多元回归分析	15
三、FISHER 判别分析	15
第三节 研究假设	16
第三章 实证分析过程.....	20
第一节 间接成本的计算	20
第二节 多元回归分析	24
一、变量定义	24
二、多元回归方程	25

三、回归分析结果	26
第三节 FISHER 判别分析	30
第四章 研究结论和政策建议	33
第一节 研究结论	33
第二节 政策建议	34
第三节 研究的局限性	37
参考文献	38
附 录	42
后 记	44

Contents

Introduction.....	1
Chapter 1 Literature Review	3
Section 1 Financial Distress and Financial Distress Cost	3
1. Financial Distress	3
2. Financial Distress Cost.....	4
Section 2 Financial Distress and Corporate Governance.....	6
Section 3 The Review of Empirical Studies about Financial Distress(Financial Failure).....	8
Chapter 2 The Design of Empirical Investigation.....	11
Section 1 Samples and Data	11
1. Data Resource	11
2. The Sample	11
3. The Matched Sample	13
4. The Estimate of Foregone Sales and Profits	13
5. Period	14
6. Governance Characteristics Variables.....	14
Section 2 The Methodology	14
1. The Measurement of Financial Distress Indirect Cost.....	14
2. Multiple Linear Regression Analysis.....	15
3. Fisher Discriminate Analysis	15
Section 3 Hypothesis	16
Chapter 3 The Process of Empirical Investigation	20
Section 1 The Measurement of Financial Distress Indirect Cost.....	20
Section 2 Multiple Linear Regression Analysis	24
1. The Defined Variables.....	24
2. Regression Equation	25
3. Regression Analysis Findings	26

Section 3	Fisher Discriminate Analysis	30
Chapter 4	Conclusions and Suggestions	33
Section 1	Conclusions.....	33
Section 2	Suggested Policies	34
Section 3	Study limitations	37
References	38
Appendix	42
Postscript.....		44

厦门大学博硕士论文摘要库

引 文

从1990年上海和深圳两个证券交易所建立以来，十几年间中国证券市场已取得辉煌成就。截止到2004年底，境内上市公司（A股、B股）总数达到1377家，境外上市公司（H股）总数达到111家，A股市场总流通市值达到11164亿元。1998年4月22日，深沪两市交易所开始针对财务状况异常的上市公司实行“特别处理”制度，到目前为止已经有超过100家的上市公司先后被戴上“ST”的帽子，一些长期陷入财务困境的企业还被勒令退市。

在我国新兴的资本市场，虽然公司基本面（包括财务状况）的好坏与公司股票价格并不一定相关，但处于财务困境的公司绝对不会受到投资者的青睐。所以，我国股票市场上市公司的财务状况一直是广大中小股东、债权人、机构投资者、市场监管机构、公司管理层密切关注的对象。如何识别公司的财务状况、预测进入财务困境的上市公司是众多学者的研究热点。本文不对财务困境预测模型进行深入研究，而是从另一角度试图寻找财务困境间接成本与公司治理结构的内在关系，借鉴前人的研究方法对财务困境间接成本进行量化，通过与治理变量的回归分析试图发现两者的相关性，最后建立公司治理变量预测财务困境的简单判别模型，验证公司治理指标预测财务困境发生的准确性。

财务困境成本就是指公司陷入财务困境后而发生的一系列成本，一般分为直接成本和间接成本。直接成本就是指公司破产清算或重组时，发生的相关的法律、会计和管理费用；间接成本则是指由于陷入财务困境而导致企业在市场占有率、主营业务收入等方面的减少。从字面上理解，财务困境间接成本与公司治理结构之间似乎没有直接的关系。但在以公司为主体的现代经济中，公司治理效率的高低是公司竞争力的决定因素之一，具有良好公司治理结构的公司在财务上很大程度上是健康的，而治理弱化公司的财务状况是趋于恶化的。换言之，治理结构的好坏最终会导致上市公司财务状况健康与否。我们有理由相信，治理结构相对较好的公司在公司陷入财务困境后，发生的财务困境间接成本会少于治理结构相对较差的公司。因为，对于同样陷入财务困境的公司，治理结构相对完善的公司会经过及时的经营调整，逐渐摆脱财务困境，而治理结构落后公司的财务状况会不

断恶化，直至破产清算。所以，对于尚不发达的我国股票市场的投资者，认清治理结构对公司财务状况、财务困境成本的影响具有非常重要的理论和实践意义。

国内学者吕长江、韩惠博（2004）通过对 107 家财务困境样本企业在陷入困境后的业绩变化的研究，结果表明：“虽然财务困境的效益在困境期内有所体现，但不足以补偿困境成本所造成的损失。我国上市公司的间接财务困境成本显著为正，五年累计大约占企业总价值的 25%——36.5%。” 吕长江指出未来的研究需进一步考虑不同公司治理结构下的财务困境成本的特点。^[1] 本文正是受到吕长江这篇文章的启示，才把毕业论文定位于研究财务困境、财务困境间接成本与公司治理结构间的关系。

以下本文共分四章，第一章简要回顾了相关理论并对文献进行综述，第二章讨论了实证研究设计和样本采集方法，第三章给出了实证研究的具体过程和结果，第四章则为本文的研究结论和政策建议。

第一章 相关理论与文献综述

从 20 世纪 30 年代起,国外学者就开始了对企业困境问题的研究,积累了丰富的研究资料,形成了大量的研究成果。近几年,我国学者也开始对财务困境进行研究。为了对财务困境、财务困境间接成本与公司治理的关系进行深入研究,本文首先明确财务困境与财务困境间接成本的定义,然后回顾前人关于财务困境与公司治理关系的研究成果,最后归纳总结各种财务困境预测方法。

第一节 财务困境与财务困境成本

一、财务困境

“财务困境”(Financial distress)又称为“财务危机”(Financial crisis),最严重的财务困境是“企业破产”(Bankruptcy)。如何界定财务困境是进行财务困境研究需要考虑的首要问题,由于研究目的不同国内外学术界对财务困境的定义非常不统一。

Beaver (1966)对财务困境的界定分四种情形,即破产、拖欠优先股股利、拖欠债务和银行透支。^[2] Altman (1968)定义的财务困境是“进入法定破产程序的企业”。^[3] Deakin (1972)则认为财务困境“仅包含已经历破产、无力偿债或为债权人利益而进行清算的公司”。^[4] Carmichael (1972)认为财务困境是企业履行义务时受阻,具体表现为流动性不足、权益不足、债务拖欠及资金不足四种形式。^[5] Brigham (1980)则将企业失败按轻重程度划分为“技术型失败”与“破产式失败”。前者仅代表企业不能偿还其流动负债,而后者则是指公司的负债已经超过净资产,出现资不抵债的情况。^[6] 1987年, Amy Hing-Ling Lau在《五状态财务困境预测模型》一文中将企业财务状况分为五个状态:状态0——财务稳定;状态1——取消或减少股利;状态2——技术性违约和债券违约;状态3——处于破产法律保护下;状态4——破产和清算。Amy Hing-Ling Lau认为,从状态1到状态4,企业处于财务困境状态,并且其严重性逐渐加强。^[7] S. Sudarsanam和J. Lai (2001)使用由Taffler建立的Z值来定义财务困境,即“如果企业在两个年度连续

的负Z值后有一个最低Z值年度，则企业处于困境之中”。^[8]

H. D. Platt和M. B. Platt（2002）认为，“财务困境先于破产”，财务困境仅仅包含企业破产以前的困境事项，即破产不是财务困境中最后的、最严重的财务困境事项。^[9] Ross, Wester-field和Jaffe在其经典教科书《公司理财》中感叹道：“令人惊奇的是，我们竟然很难准确定义财务困境”。他们认为，这是由于企业陷入财务困境的原因多种多样造成的。Ross认为可从四个方面定义企业的财务困境：第一企业失败，即企业清算后仍无力支付债权人的债务；第二，法定破产，即企业和债权人向法院申请企业破产；第三，技术破产，即企业无法按期履行债务合约付息还本；第四，会计破产，即企业的账面净资产出现负数，资不抵债。从防范财务困境的角度看，“财务困境是指一个企业处于经营性现金流量不足以抵偿现有到期债务”，即技术破产。^[10]

由此可见，国外对经营失败的界定因研究目的的不同而同，主要有：（1）已经破产的企业；（2）进入破产程序的企业；（3）无法还本付息的企业；（4）资不抵债的企业。

我们认为财务困境是一个逐步发展的过程，包含从不能支付优先股股利到公司破产等一系列事项，企业从财务状况恶化开始直到破产清算都是处于财务困境之中。

二、财务困境成本

关于财务困境成本（Financial Distress Cost）的早期研究使用的都是“破产成本”的概念，例如Baxter（1967）、Warner（1977）、Altman（1984）等。因为企业陷入财务困境后，若不及时调整经营策略走出财务困境，就会进入破产清算程序，表现为破产成本。20世纪90年代以来，相关文献中更多出现的则是“财务困境成本”的概念，这一定程度上与美国市场20世纪80年代中后期杠杆交易频繁，很多企业因高额债务而陷入财务困境有关。

财务困境成本是破产成本、清偿成本等概念的延伸，从破产到财务困境、从破产成本到财务困境成本，反映了资本结构理论的发展和演变。^[11]

现在普遍将财务困境成本划分为直接成本和间接成本来研究。将财务困境（破产）成本划分为直接成本和间接成本始于Baxter（1967）。^[12]

Ross根据破产成本的划分方法,也将财务困境成本分为直接财务困境成本和间接财务困境成本,前者包括与清算或重组相关的法律、会计和管理费用,间接成本则指财务困境对企业经营能力的伤害,^[10] 包括对企业产品需求的减少,债权人介入导致管理决策权部分丧失,管理层为解决财务困境所花费的时间和精力。^[13]

直接成本和间接成本是从不同角度来定义财务困境成本。前者是按事后成本角度来定义,例如“资产重组或债务重组成本即为财务困境成本”。^[14] 后者是按事前成本角度来定义,“使资产流动化的成本,包括营业收入和永续经营价值的减少,以及其他非直接成本如研发费用等”。^[15] 其实直接成本与间接成本的界定并不是十分明晰。根据 Warner 等人的观点,财务困境的影响大部分都在违约之前发生。^{[16][17][18]} 由于财务困境是一个的过程,这个过程必然影响或制约了企业的日常经营、投资和融资等活动,从而产生了成本;但这种成本只有在真正进入财务困境以后,企业为了解决财务困境采取重组或清算的过程中才能真正显现出来。

首次对财务困境(破产)的间接成本进行计量的是Altman (1984),在《破产成本问题的进一步实证考察》一文中他创造性地运用回归技术和证券分析师的预测两种估计方法,以超常(未预期到)的销售和利润(损失)度量破产所带来的间接成本。他对12家零售企业和7家工业企业所做的研究表明,破产成本对于企业来说并非细枝末节。在破产之前1年所选样本中破产成本最高的占企业价值的34%。平均而言,在破产之前三年破产成本达到企业价值的11%~17%。虽然Altman的研究较之于以往关于财务困境(破产)成本的估计更为全面、准确,但其研究并未区分不利经济波动(Adverse Economic Shock)的影响。事实上,很难区分财务困境企业所经历的销售和利润的下降多大程度上系财务困境所致,或是这种销售和利润的下降直接使企业陷入财务困境。^[19]

Andrade 和Kaplan (1998)的研究区分了财务困境和经济困境的不同影响。他们对美国20世纪80年代末期的31宗陷入财务(而非经济上)困境的高杠杆交易(Highly Leveraged Transactions)进行研究发现,综合考虑高杠杆交易的正效应和财务困境的负效应之后,企业的价值略有增加,也就是说高杠杆交易为企业创造了价值。财务困境成本估计占企业价值的10%~20%,最保守的估计也不超过23%。这一估计值与Altman (1984) 11%~17%的估计值基本吻合。但Andrade 和Kaplan 进一步对未经历不利经济波动的企业子样本进行研究,发现扣除经济因素

的影响之后,财务困境成本在统计意义上并不存在。^[20]

国内学者章之旺(2004)选取沪深两市1998~2002年度被特别处理(ST),且截止2003年底撤销特别处理(摘帽)的上市公司A股为样本对财务困境成本进行定量分析,分别从财务困境前后经营业绩的变化和权益市场价值的变化来研究财务困境成本。研究发现:“(1)在平均意义上,企业从陷入财务困境之前到解除财务困境之后企业业绩增长了57.07%,经行业调整之后降至8%,但也在10%水平上显著为正。(2)虽然财务困境促使企业改善了经营业绩,但这种经营业绩的改善并未被市场上的投资者所认同,具体表现为权益的市场价值在整个财务困境前后下降了17.5%,经过行业调整之后下降4.91%。总之,从财务角度看财务困境存在正向积极效应,但从市场角度看投资者平均承担4.91%的财务困境成本。”^[21]

第二节 财务困境与公司治理结构

到底是什么原因导致上市公司陷入财务困境,最终发展为失败的企业?理论界的研究结果并不一致。John Argenti(1976)将企业失败的原因分为不同层次,管理差是企业失败的根本原因,是第一层次的原因,其他由管理差引起的、导致企业失败的原因是次级层次的原因。^[22] Subhash Sharma(1980)等人在 John Argenti 建立的企业失败原因及症状的逻辑关系基础上,建立了企业失败过程模型。Subhash Sharma 认为,企业管理差导致战略规划或实施的错误,进一步导致业绩指标的恶化。在缺乏正确应对行动或采取了无效的应对行动情况下,企业最终将会破产。^[23]

企业陷入财务困境的原因是纷繁复杂的,可能是由于资产负债率过高、资产流动性不足、不能支付到期债务、对经营环境的变化应对不足等等单个原因或几个原因的综合影响直接导致企业财务状况不断恶化。这些直接原因的背后,都体现出一个最根本的原因——企业管理能力差。管理差是企业失败的最直接的根源,管理的薄弱将引发一系列不良的反应,接着这些不良反应又会成为财务困境的导火索。而决定企业的经营管理能力的最重要因素就是公司治理结构。完善的公司治理结构必然反映在优良的管理能力上,管理能力薄弱的公司背后必然有一个相对落后的治理结构。一句话,治理弱化是财务困境的重要原因,财务困境是治理

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库